

פורום IVS בישראל נפרד מ IVSC ופועל לקדם את ה IVS בישראל.
מאמר זה אינו מהווה פרסום רשמי של IVSC.

גישות והשקפות בינלאומיות מדדי נדל"ן יולי 2021

סטיבן דבייני

אחד היעדים המרכזיים של פורום IVS הוא הקמת מדד נדל"ן מניב בישראל, כפי שקיים בשווקי הנדל"ן המתקדמים בעולם החל משנות השמונים. מדדים אלה מאפשרים למשקיעים להשוות ביצועים בין מנהלי השקעות שונים, בין ענפי נדל"ן שונים וכן עם אפיקי השקעה אחרים כמו מניות ואג"ח. הם מגבירים את השקיפות בשוק ולכן מדד כזה צפוי למשוך השקעות זרות לנדל"ן המניב בישראל, שנעדר כיום משקיעים זרים בנדל"ן ישיר. בנוסף, הוא יאפשר למנהלי ההשקעות למדוד את ביצועיהם מול המדד ומול המתחרים, לבקר את החלטות ההשקעה של מנהלי התיקים המועסקים על ידם ולתגמל אותם בהתאם. לחוקרים באקדמיה הם פותחים קשת רחבה של תחומים למחקר, כמו המתאם בין שוק הנדל"ן לבין ביצועי המקרו של המשק. לסיכום: מדדי נדל"ן מניב מגבירים בצורה ניכרת את השקיפות ובכך תומכים בהקצאת מקורות יעילה ושכלול השוק. זהו אינטרס משותף של קובעי המדיניות הכלכלית, המשקיעים המוסדיים כמו קרנות פנסיה וחברות ביטוח והרגולטורים המפקחים עליהם ומנהלי ההשקעות.

פרופ' סטיבן דבייני מבית הספר הנלי למינהל עסקים באוניברסיטת רדינג הוא מומחה למדדי נדל"ן מניב. הוא מייעץ לפורום IVS בהקמת מדד נדל"ן מניב בישראל. ביקשנו ממנו לחבר מאמר מבוא קצר לסדרת 'גישות והשקפות בינלאומיות' של הפורום, שיהיה קריא לכל מי שאין לו רקע קודם בנושא.

הערה לגבי המינוחים בעברית:

שיעור תשואה (rate of return) הוא התשואה שהושגה, בין אם מההכנסות מהנכס (income return) בין אם משינויים בשווי הנכס, שיכולים להיות חיוביים או שליליים (capital return). שיעור תשואה מתייחס לעבר, למה שהושג בפועל.

תשואה או שיעור היוון (yield או cap rate) הוא היחס בין ההכנסה מהנכס לבין שווי הנכס או המחיר בו הוא נמכר. שיעור היוון מתייחס לעתיד, לציפיות המשקיעים לשינויים הן בתשואה על ההכנסות (income return) הן בשווי הנכס (capital return).



סטיבן דבייני

סטיבן דבייני הוא פרופסור חבר לשמאות בבית הספר הנלי למינהל עסקים באוניברסיטת רדינג באנגליה. המחקר וההוראה שלו מתמקדים בשמאות והשקעות בנדל"ן מניב. אחד התחומים שבהם הוא מתמחה הם מדדי ביצועים לנדל"ן מניב. תחומי עניין אחרים הם הנדל"ן של שווקי נדל"ן פרטיים וביצועי פרווייקטים בנדל"ן. הוא פירסם מאמרים בכתבי עת אקדמיים רבים. הוא גם חיבר מחקרים עבור RICS, מכון המחקר בנדל"ן Investment Property Forum והעמותה האירופית לנדל"ן ציבורי.

מדדי נדל"ן

ישנן דוגמאות רבות למדדים שמשמשים כדי לעקוב אחר ביצועיהם של כלכלות ושל שווקים. בין הידועים הם אלה שעוקבים אחר האינפלציה, אבל ישנם מדדים שמשמשים למעקב אחר מגמות בתוצר ובשיעורי התשואה על השקעות. בדרך כלל מדדים אלה מנורמלים, כדי לאפשר השוואה לאורך זמן עם משתנים כלכליים או פיננסיים אחרים. לשם כך בוחרים בנקודת זמן מסויימת בתור נקודת ייחוס, והשינויים במשתנה שאותו רוצים לבחון משמשים על מנת לחשב את הערכים העוקבים לאותו מדד. המשתנה יכול להיות פריט יחיד, אולם לרוב מדובר בסל פריטים כגון סל מוצרים ושירותים במקרה של אינפלציה. כאשר מדובר בסל של פריטים, נשאלת השאלה מהו המשקל שיש לתת לפריטים הבודדים השונים על מנת לייצר סדרה מאוחדת.

מדדי ביצועי נדל"ן הפכו לתופעה נפוצה בשווקי נדל"ן להשקעה ברחבי העולם, והם בדרך כלל נתפסים כאינדיקציה לשוק מפותח ושקוף. זאת משום שנדרש מידע מספק מבחינת כמות ואיכות על מנת לתמוך ביצירת מדד מוצלח. גורם מרכזי בציונים שמעניק מדד שקיפות הנדל"ן הבינלאומי של JLL, הוא הימצאותם של מדדים למדידת ביצועי שוק.¹ בפרסום הוא מובא בחשבון הימצאותם של מדדים עבור השוק הפרטי (השקעות ישירות וקרנות פרטיות) והשוק הציבורי (חברות נדל"ן ציבוריות). הדיון להלן יתרכז במדדים עבור שווקי נדל"ן פרטיים.

הגורמים המרכזיים שיעניינו משקיעים הם שיעור התשואה מהכנסה משכירות, שיעור התשואה משינויים בשווי הנכס ושיעור התשואה הכוללת שמאחדת את שיעור התשואה מההכנסה והשינוי בשווי הנכסים לאורך התקופה. המשוואות הבסיסיות עבור שלושת סוגי שיעורי תשואה האלה מוצגים בתצוגה מס' 1. ייתכן מאוד ושיעורי תשואה אלה יימדדו באופן רגיל על ידי משקיע אינדיבידואלי עבור תיק ההשקעות של עצמו, אולם איגום המידע על מנת למדוד אותם ברמה האגרגטיבית, מאפשר למשקיעים להשוות את הביצועים עם אלו של השוק בכלל ולהשוות את ענף הנדל"ן עם השקעות אחרות כגון מניות ואג"ח.²

הימצאותם של מדדי נדל"ן יכולה לסייע לניתוח כמותי של הגורמים שמשפיעים על הביצועים, דבר שיכול לעזור למשקיעים בחיזוי וקבלת החלטות לגבי הרכב תיק ההשקעות. דבר זה נכון במיוחד כאשר המדד מתפרסם לאורך תקופה ארוכה שכללה מצבים כלכליים משתנים וכאשר ישנם מדדי משנה שמתייחסים לחלקים החשובים ביותר של השוק כגון סוגי הנדל"ן והאזורים העיקריים. מידע זה סביר שיהיה בעל ערך גם לבעלי עניין נוספים וללווים. בתחום המדיניות המקרו כלכלית הדבר יכול לסייע לעקוב אחרי בועות במחירי נכסים והסיכונים הנלווים לכך למערכת הפיננסית

ישנן שתי גישות כלליות ליצירת מדדי ביצוע או מחירים בנדל"ן. מדדים מבוססי מחירים ניתנים לאמידה היכן שקיים מידע גלוי מעסקות נדל"ן, בעוד שניתן לייצר מדדים מבוססי שמאיות אם לנכסיהם של המשקיעים מתבצעות שמאיות חוזרות באופן שוטף עבור נכסיהם של המשקיעים. כעת נבחן בנפרד כל אחת מגישות אלה.

מדדים מבוססי עסקות

מדדים מבוססי עסקות משמשים בעיקר למדידת שינויים במחירי נדל"ן, אך יכולים לשמש גם למדידת תשואה כוללת היכן שיש אינפורמציה על ההכנסה שהתקבלה עבור הנכסים. בנוסף, השיטות יכולות לשמש כדי לעקוב אחר תנועה בזמן של מחירי שכירות. תנאי יסודי הוא גילוי לגבי מידע על עסקות, אם באמצעות גוף רשמי או באמצעות ספקי מידעים בשוק. השאיפה היא שהמידע יכלול את הסכום ששולם, תאריך העסקה,

¹ ניתן לצפות במדד השקיפות הגלובלי של JLL לשנת 2020 בקישור הבא: www.jll.co.uk/en/trends-and-insights/research/global-real-estate-transparency-index

² שימו לב שיייתכנו הבדלים טכניים בין מדד שוק לצורך פרסום לבין בנצ'מרק שמופק לצורך שירותי מדידת ביצועים. למשל, מדד שוק יכול לכלול קריטריונים נוספים של הדרה.

תצוגה 1: מדדים עיקריים לביצועי השקעות בנדל"ן

המדדים העיקריים הם כלהלן. בגרסות מפורטות יותר של מדדים אלו משתמשים הספקים העיקריים של מדדי ביצועים בנדל"ן. ראו MSCI (www.msici.com/real-estate-methodology) או INREV (www.inrev.org/) (market-information/indices)

שיעור תשואה משכירות = (הכנסה נקייה בתקופה 1) / (שווי בתקופה 0)

שיעור תשואה משינויים בשווי = (שווי בתקופה 1 - שווי בתקופה 0) / (שווי בתקופה 0)

סה"כ שיעור תשואה = (הכנסה נקייה בתקופה 1 + שווי בתקופה 1 - שווי בתקופה 0) / (שווי בתקופה 0)

ניתן לקשר בין מדידות של שיעורי תשואה עבור תקופות בודדות כדי לייצר מדד לטווח ארוך יותר. אם מתחילים בתקופת ייחוס שמכנים תקופה 0:

(המדד בתקופה 0) X (1 + שיעור התשואה בתקופה 1) X (1 + שיעור התשואה בתקופה 2)

X (1 + שיעור התשואה בתקופה 3) = המדד בתקופה 3

המאפיינים של הנכס שנמכר או הושכר, כמו גם מידע הכרחי שנדרש כדי לפרש את ההקשר של העסקה (למשל האם היתה מכירה בכפייה או עסקה בין צדדים קשורים).

הגישה הפשוטה ביותר היא לקחת ממוצע של המחירים הנצפים בכל תקופת מדידה (בדרך כלל שנה), עם אפשרות לתיקונים בסיסיים כמו התאמות עבור הגודל הפיזי של הנכסים המדוברים. אם ישנו מידע לגבי האופן שבו מתפלגת אוכלוסיית הנכסים לאורך סוגי נכס ואזורים שונים, תיתכן גם מדידה מעורבת מתואמת. דבר זה יוצר בקרה לכך שייטכן המכירות בתקופה מסויימת לא מופיעות באופן שווה ביחס לחשיבות היחסית של חלקים שונים של השוק, ואולם, גם עם התאמות אלה, ישנו צורך בהיקף גדול של עסקות בכל תקופה על מנת שסדרת מחירים ממוצעת לא תהיה מוטה בדל שונות בהרכב ובתכונות של הנכסים שנמכרו.

מסיבה זו הוצעו מספר שיטות אקונוטריות ליצירת מדד אשר משמשים כבקרה לשינויי איכות לאורך זמן. שלושת השיטות האקונוטריות העיקריות הן:

– **השיטה ההדונית:** מבוצעת רגרסיה של המחירים מול המשתנים שמייצגים את התכונות העיקריות הרלוונטיות למחירים עבור אותו סוג של נכס. עבור משרדים, תכונות אלו יכול שיקללו שטח, גיל מבנה, מיקום ומפרט. תנאי עיקרי לשימוש בשיטה זו הוא עומק מספיק של מידע על מאפיינים מרכזיים. השיטה נפוצה יותר בשימוש לצורך הערכת סדרות מחירי מגורים, מאשר מדדי נדל"ן מסחרי. דוגמא לכך היא מדד מחירי המגורים החודשי שמפרסמת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (למ"ס) בישראל.³

– **שיטת המכירות החוזרות:** השינוי במחירים בין שתי עסקות באותו נכס בתאריכים שונים ממודל באמצעות שיטות רגרסיה. נדרש מדגם של נכסים שנמכרו יותר מפעם אחת. גישה זו דורשת פחות מידע מפורט על מאפייני הנכס, אולם הנכסים צריכים לא להשתנות באופן משמעותי בין מכירות. מדדי

³ עבור מדד הלמ"ס למחירי מגורים ראו www.cbs.gov.il/en/subjects/Pages/Index-of-Prices-of-Dwellings.aspx

קייס-שילר למחירי מגורים בארה"ב, אותם מפרסמים S&P בשיתוף CoreLogic, הם דוגמא אחת לכך.⁴
השיטה יושמה גם בנדל"ן מניב על ידי CoStar ו- Real Calital Analytics.⁵

שיטת השווי המוערך: מבצעים רגרסיה למחירים עבור נכסים שנמכרו בנקודות זמן שונות על השמאיות לאותם נכסים שנעשו בזמן מסויים כמו למשל בתאריך שומת מס. כך ניתן לזהות את התזוזות במחירים מאז אותו תאריך באמצעות משתני דמה במודל. דוגמא ליישום טכניקה זו בנדל"ן מניב לאורך מספר מדינות היא הקבוצה של MSCI Transaction-Linked Indicators.⁶

מחוץ לתחום שוק המגורים, דוגמאות למדדים מבוססי עסקות שמתפרסמים באופן שוטף ניתן למצוא בשווקים עם הסחירות הגבוהה ביותר. דרושים מדגמים גדולים של מכירות כדי להבטיח הערכות אמינות, כדי לאפשר הפרדה לפי סוגים ומיקומים, וכדי לקיים המשכיות בפרסומים. כל זה יכול להיות מאתגר בתנאי שוק חלשים יותר מאחר כמות העסקות בדרך כלל נופלת כאשר המחירים נופלים. בה בעת, השיטה שתשמם תושפע מהמידע הקיים על כל מכירה ורוויזיות לתוצאות קודמות עלולות להתרחש בהתאם לשיטה המשמשת ולמידת העדכניות שבה מדווחות העסקות. בשל כל זאת, המדדים העיקריים בעולם שמשמשים למעקב אחר תשואות כוללות בנדל"ן להשקעה הם מבוססי שמאיות ולא מבוססי עסקות.

מדדים מבוססי שמאיות

מדדים מבוססי שמאיות אפשריים היכן שמתבצעות הערכות שווי תקופתיות לנכסים עבור קבוצות של משקיעים. למשל, ייתכן ומשקיעים יזדקקו לשמאיות שוטפות למטרות כמו דיווחים כספיים או תמחור יחידות בקרנות. ניתן לאגום שמאיות אלה, יחד עם מידע על ההכנסות שהתקבלו וההוצאות שנגרעו, על מנת למדוד את התשואה שהשיגו בכל תקופה קבוצת של בעלי נכסים. מתוך כך ניתן לייצר מדד מאוחד של ביצועי נדל"ן פרטי. מידע כזה נאגם בדרך כלל על ידי ארגונים כמו ארגונים מקצועיים או פירמות מתמחות למדידת ביצועים. דוגמאות הם MSCI (גלובלי), NCREIF (ארה"ב) ו-INREV (אירופה). חלק מארגונים אלה גם מספקים שירותי בנצ'מרקינג לתורמים של מידע למדד.

מדד מבוסס שמאיות מחושב על ידי סכימת נתוני השמאיות, הכנסות והוצאות, לפני חישוב התשואות בהתאם למוצג בתצוגה 1 לעיל. המשמעות היא שהסדרה תהיה משוקללת לפי שוים, כאשר ההשפעה הגדולה ביותר על התוצאות תהיה לקרנות או נכסים עם השוים הגבוהים ביותר. עבור תקופת מדידה נתונה, התשואות מחושבות באמצעות מדגם קבוע של נכסים כך שהמדדים אינם מעוותים על ידי שינויים בגודל התיקים. לאחר מכן המדגמים עוברים ריענון בין תקופות מדידה כך שנכסים חדשים יכולים לתרום למדד בתקופות עתידיות. מקובלים שני סוגים של מדדים מבוססי שמאיות:

מדד ברמת הקרן: אלו מנצלים את שווי הנכסים נטו המדווחים ואת ההתפלגות מקרנות פרטיות על מנת לחשב את התשואה מההכנסה והתשואה הכוללת מההשקעות בנדל"ן פרטי. ההכנסות הן ברמת תיק הנכסים ולא ברמת הנכסים האינדיבידואליים. התשואות המדווחות משקפות לא רק את הביצועים

⁴ ראו

S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indices www.spglobal.com/spdji/en/index-family/indicators/sp-corelogic-case-shiller/sp-corelogic-case-shiller-composite/#overview

⁵ ניתן למצוא את The RCA Commercial Property Price Indices בקישור www.rcanalytics.com/our-data/rca_cppi

⁵ ניתן למצוא את CoStar Commercial Repeat-Sale Indices בקישור www.costargroup.com/costar-news/ccrsi

⁶ MSCI Europe Quarterly Property Transaction-linked Indicator ניתן למצוא ב- www.msci.com/www/ipd-derivatives/msci-europe-quarterly-property/0164890192

מהנכסים המוחזקים על ידי הקרנות, אלא גם את אחזקתם במזומנים, חובות, ועמלות ועלויות ברמת הקרן. MSCI, NCREIF, ו-INREV מפיקים כולן דוגמאות למדדים כאלו.⁷

מדד ברמת הנכס: אלה משתמשים בשמאויות שנערכו לבניינים אינדיבידואליים, כמו גם להכנסות שהתקבלו והוצאות שנוצרו מאותם בניינים, על מנת לחשב מדדי ביצוע לשוק או לתיק. ולכן, הניתוח ברמת הנכס מתייחס למקור המידע ולא לסדרה העתית שמופקת. חישובים אלה לא משימיטים עמלות או עלויות ברמת הקרן והם מתעלמים מחובות שנלקחו כנגד הנכסים. התשואות מחושבות ללא מינוף כך שניתן לזהות את הביצועים של נכסי הבסיס.

השמאויות עליהן מתבססים המדדים האלה הן הערכות של שווי שוק. אלה משקפים את הסכום שבו כל נכס היה נסחר אילו שווק על ידי בעליו במועד הקובע לשמאות. תמיד תהיה אי ודאות לגבי המידה שבה שמאות משקפת את שווי השוק האמיתי, אולם טעויות בהערכות אינדיבידואליות יתקזזו ברמת המדד בהינתן שאין הטיות עקביות באופן שבו שמאויות אלה מופקות. כאשר מודדים את התשואות משינויים בשווי, השינוי בין שתי הערכות שווי מתואם עבור ההשקעות שבוצעו באותה תקופה. הוצאה זו לא מנוכה מההכנסה הנקייה כדי להימנע מספירה כפולה.⁸

מדדים מבוססי שמאויות נבחנו ונותחו רבות על ידי אקדמאים ומשקיעים. זאת משום שהם נתפסים כמחליקים את השונות האמיתית בביצועים וכמדווחים בפיגור על השינויים במחירים. החלקה היא מצב שבו המדד לא תופס את כל השונות הקיימת בתשואות בעוד פיגור מתייחס לכך שהמדד לא עומד בקצב השינוי בנקודות פיתול בשוק. תפיסות אלה צצו כתוצאה מהשוואה בין מדדים מבוססי שמאויות במדינות כמו ארה"ב עם אינדיקטורים אחרים של השוק ומידע מסוגי נכסים אחרים. ייתכן ותורם לכך אופי תהליך השמאות וההסתמכות על נתוני השוואה היסטוריים לצורך גיבוש דעה לגבי השווי, כמו גם גורמים התנהגותיים ודאגות לגבי רעש חולף בשמאויות.⁹ נושאים כגון אלה אינם ייחודיים לנדל"ן ומשפיעים גם על מדידת ביצועים עבור נכסים אחרים שנסחרים באופן פרטי.

סיכום

מדדי ביצועים לנדל"ן הפכו למאפיין פופולארי של שווקים רבים בעולם של נדל"ן מניב, מאחר והם מגדילים את השקיפות. במיוחד החלו להתפרסם, במספר הולך וגדל של מדינות, מדדים מבוססי שמאות ואלה מסייעים לניתוח והשוואה של תשואות בין מדינות וכן עם אפיקי השקעה אחרים. בצפון אמריקה, אירופה ואוסטרליה ניתן למצוא את המדדים הידועים ביותר שלהן הסדרות העתיות הארוכות ביותר, אולם לאחרונה השיקו ארגונים כדוגמת MSCI מדדים פרטיים בחלקים אחרים של העולם, במיוחד באסיה. ולכן משקיעים בעולם יכולים כיום לבצע השוואות כמותיות לתשואות עבור מספר הולך וגדל של מדינות.

ישנם מכשולים רבים ליצירת מדד אמין של מחירים או ביצועים לנדל"ן. עבור מדד מבוסס עסקות, יש צורך במסחר מספק בנכסי נדל"ן יחד עם איסוף פרטים רלוונטיים על ידי סוכנויות ציבוריות או פרטיות על מנת לתמוך בהערכה של תזוזות המחירים עבור אזורים שונים וסוגים שונים של נכסים. באופן דומה, עבור מדד מבוסס שמאויות, יש צורך בכמות מספקת של משקיעים שהנכסים שלהם מוערכים באופן שוטף ושמוכנים לתרום את המידע הנדרש. לא מדד מבוסס עסקות ולא מדד מבוסס שמאויות מספק פתרון מושלם למעקב

⁷ לדוגמה, INREV מפיקים מדד ברמת הקרן לאירופה, שיש לו מדדי משנה בהתבסס על מדינה וסוג המכשיר. הם גם משתפים פעולה עם ANREV ועם NCREIF בהפקת מדד נדל"ן גלובלי ברמת הקרן שמתבסס על המידע המדווח לכל ארגון. ראו www.inrev.org/market-information/indices/global-real-estate-fund-index.

⁸ הטיפול הזה בהשקעות פירושו שהמידה של השינויים בשווי לא עקבית עם הדרך שבה שינויים במחירים נמדדים במדד מבוסס עסקות. לכן, חלק מספקי המדד מדווחים גם על שינויים בשווי ללא התאמה להשקעות. לדוגמה, MSCI מפרסמים את הנתון "צמיחת שווי נכסים" ונתון זה נבדל "מצמיחת הון" אותו הם גם מפרסמים.

⁹ להקדמה בנושאים אלו ראו Crosby, N. & Devaney, S. 2019. "Appraisal-based indices" in MacGregor, B. D., Schulz, R. & Green, R. K. (Eds.), *Routledge Companion to Real Estate Investment*, Routledge, Abingdon, pp. 172-191.

אחר שוקי נדל"ן פרטיים. ואולם, משקיעים, יועצים ומשתתפי שוק אחרים במדינות רבות החליטו שהיתרונות הופכים את ההתגברות על המכשולים לכדאית.

תרגום: רון כהן

© כל הזכויות שמורות לסטיבן דבייני ולפורום IVS בישראל

פורום IVS בישראל היא קבוצה של בכירי מקצועות הנדל"ן בישראל ובעלי עניין בתחום, אשר שמה לה למטרה לקדם את אימוץ תקני השמאות הבינלאומיים (IVS) בישראל ולהפיץ בישראל ידע בינלאומי על נדל"ן. בין היתר אנחנו מקיימים ובינרים עם מומחים מחו"ל ומישראל ומפרסמים מאמרים מקצועיים בעברית ובאנגלית. האתר שלנו: www.ivsforum.org